

中東欧通貨週報

2025年5月21日

みずほ銀行欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

MIZUHO

中東欧 経済・金融市場 直近の動向

5月18日にはポーランドとルーマニアで大統領選挙の一時投票及び決選投票が実施された。

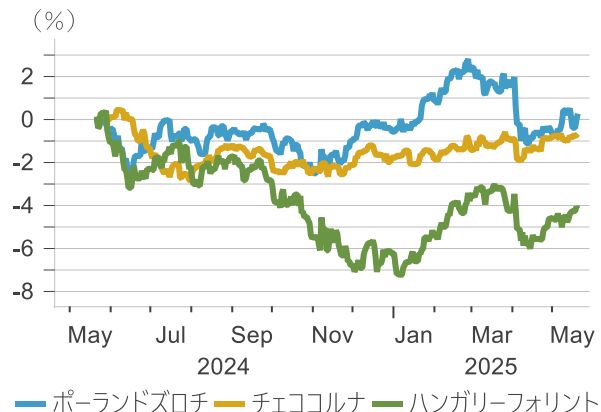
<ポーランド>

- ポーランドで5月18日に投開票が行われた大統領選挙は、親EUのトスク首相の率いる中道与党「市民連合（KO）」のチャスコフスキ・ワルシャワ市長と、反EUの色彩が強い前政権与党「法と正義（PiS）」が推すナブロツキ氏が6月1日の決選投票に進むこととなった。両者が決選投票に進むことは事前の世論調査結果から広く予想されていたものの、世論調査よりも接戦という結果に。ポーランド金融市場ではズロチや株価が下落と、先行き不透明感が懸念されている。
- ポーランド経済にとっては、EUからの資金流入が依然として重要な成長ドライバーの一つとなっており、ポーランドにおける親EU路線の持続性と、反EU路線の復活のリスクを見極めるうえで大統領選挙が分水嶺となる。金融市場の観点では、親EU路線のチャスコフスキ・ワルシャワ市長の勝利となれば、先行きへの期待感からズロチ高になると見られる。
- EUの中で、ポーランドは経済的にも、外交面でも存在感を高めており、同国の政治情勢はEUにとっても重要となる。

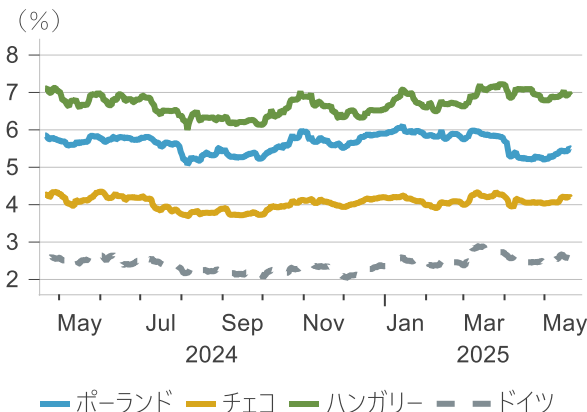
<ルーマニア>

- ルーマニアで5月18日に行われた大統領選挙の決選投票では、中道派で、親EU路線の継続を訴えた首都ブカレスト市長のダン氏が勝利。紆余曲折を経て、極右候補が決選投票で退けられた。
- ルーマニア大統領選挙の決選投票の結果は、欧州における「トランプ主義」台頭の限界を示した、との見方も。
- ルーマニアレイは対ユーロで持ち直している。

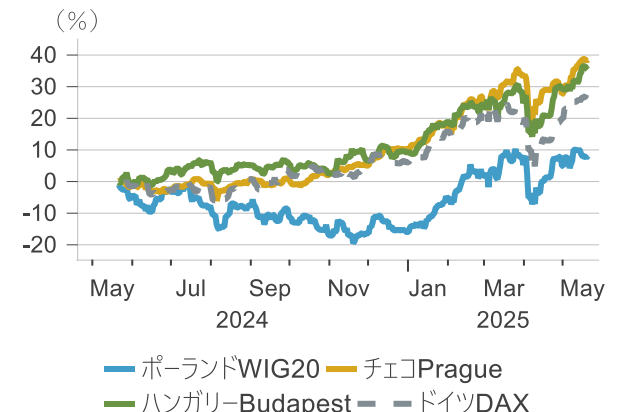
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り



株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ポーランドの大統領選挙は6月1日の決選投票に持ち越し

<ポーランドの大統領選挙は事前予想通りの組み合わせで6月1日の決選投票に。ただし、第一回目投票は世論調査よりも接戦という結果>

- ポーランドで5月18日に投開票が行われた大統領選挙は、親EUのトウスク首相の率いる中道与党「市民連合（KO）」のチャスコフスキ・ワルシャワ市長と、反EUの色彩が強い前政権与党「法と正義（PiS）」が推すナブロツキ氏がそれぞれ31.36%、29.54%の得票率を獲得し、6月1日に行われる決選投票に進む結果に。
- 両者が決選投票に進むことは事前の世論調査結果から広く予想されていたものの、世論調査では両者の差は平均して5%程度と見込まれていたため、事前予想よりかなり接戦だった。また、3位と4位に続いた極右候補の票が合計で21%強と高く、彼らに投票した有権者の票が決選投票でPiSのナブロツキ氏に流れる可能性を考慮すれば、反EUの色彩の強い大統領が選出されないか、予断を許さない状況。
- 週明け19日の市場では、ズロチが対ユーロで下落、株式指数は1%強下落して反応している。

<ポーランド経済にとっては、EUからの資金流入が依然として重要な成長ドライバーの一つとなっており、ポーランドにおける親EU路線の持続性と、反EU路線の復活のリスクを見極めるうえで大統領選挙が分水嶺>

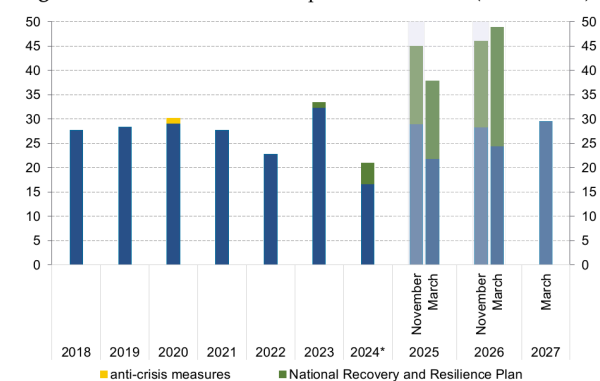
- 現職のトウスク首相は、2007年から2014年にポーランドの首相を務めた後、2014年から2019年までEUの大統領に該当する欧州理事会議長を歴任したベテラン政治家であり、EU主流派との間に強いつながりがある。
- 一方、トウスク氏がポーランドの政界を離れ、当時の政権与党だった「市民プラットフォーム（PO）」が下野し、カトリックの教義に基づいた保守的な政策を掲げる右派ポピュリスト政党の「法と正義（PiS）」が2015～2023年に政権を担っていた時期には司法の独立への懸念や、性的少数者に対する姿勢などを背景に欧州委員会との関係が悪化、EUからの資金流入が一部凍結される事態に陥っていた。
- 2023年10月の総選挙で親EUの「市民連合（KO）」が勝利し、トウスク氏が2023年12月に首相に復帰すると、フォンデアライエン委員長が率いる欧州委員会は2024年2月には早くもポーランドへの資金の凍結解除を決定している。これは、復活したばかりの親EUのトウスク政権を側面支援する意図が明確にあったと見られる。

- このように、2023年12月からポーランドの首相は親EUのトウスク氏が務めているが、一方の大統領職は前政権与党のPiSを出身母体とするドゥダ大統領が務める「ねじれ」の状況となっていた。
- ポーランドの大統領は、フランスのように議会の解散権を持っているわけではなく、比較的儀礼的な立ち位置だが、予算案の承認や、政府高官の任命などの役割を担っている。ドゥダ大統領は、こうした権限をフルに使って、KO主導の現政府の政策の実行を妨害していると政府側から批判されてきた。
- 6月1日の決選投票でトウスク首相の率いる中道与党KOのチャスコフスキ・ワルシャワ市長と、前政権与党PiSが推すナブロツキ氏のどちらが勝利するかは、短期的にはこうした「ねじれ」が解消するか、中長期的にはポーランドの親EU路線の持続性と、反EU路線の復活のリスクを見極めるうえで重要。2027年11月までに行われる予定のポーランドの次期総選挙に向けて親EU路線が勢いづくか、という観点でも重要な選挙となる。

<EUからの資金流入を活用した公共投資 出所：ポーランド国立銀行>

- 2025年は約370億ズロチ、2026年は約490億ズロチが見込まれている。それぞれ対GDP比3.8%、同4.7%と相当な額となる。

Figure 4.12 Use of EU funds for public investment (PLN billion)



Source: MFiPR, Statistics Poland (GUS) data, NBP calculations.

* NBP estimates.

ルーマニア 紆余曲折を経て、極右候補が決選投票で退けられ中道派の大統領が誕生

< 紆余曲折を経て、極右候補が決選投票で退けられ中道派の大統領が誕生。 >

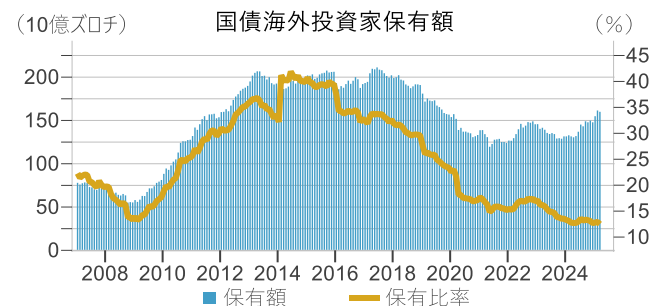
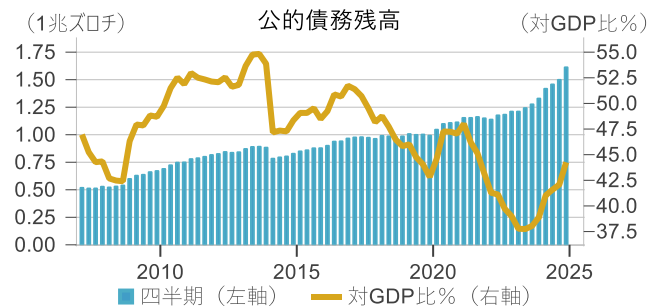
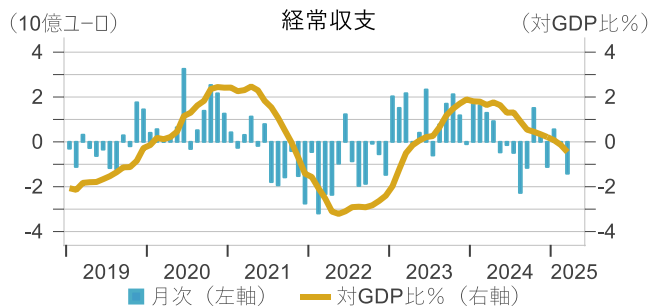
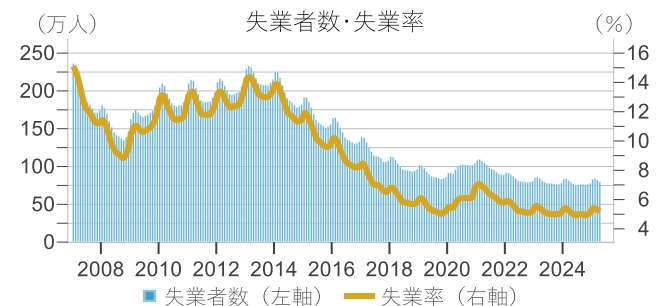
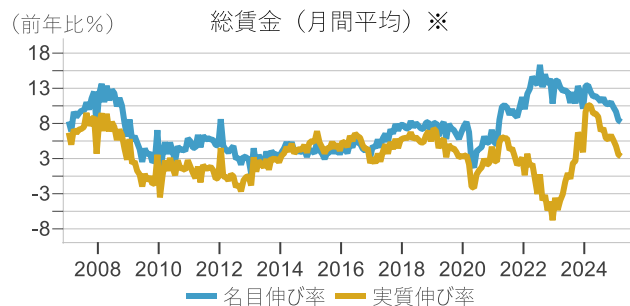
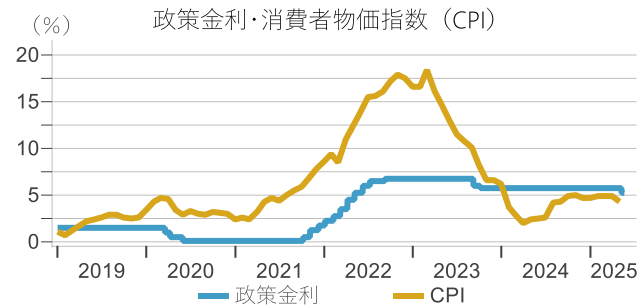
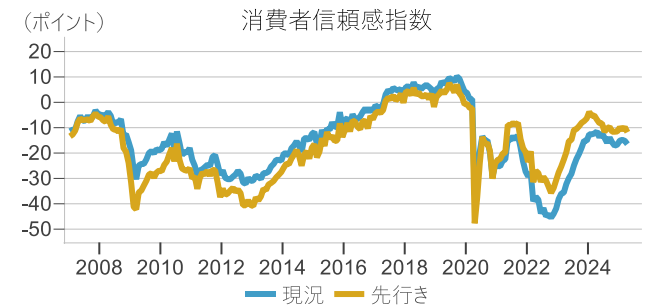
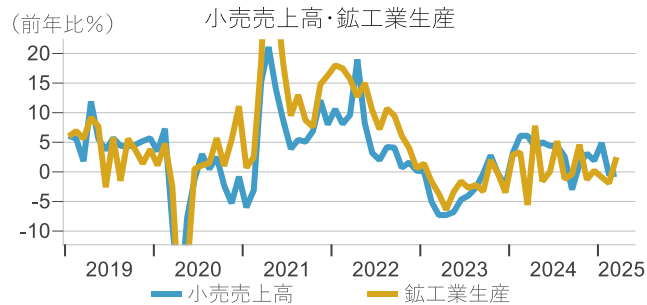
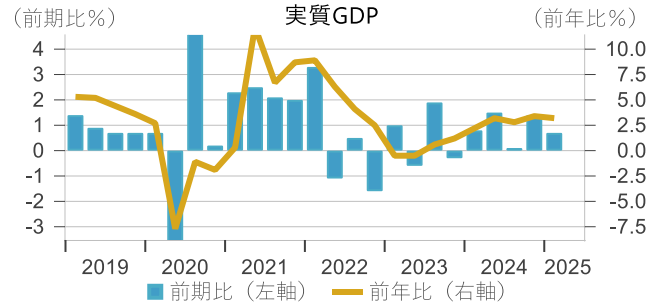
- ルーマニアで18日に行われた大統領選挙の決選投票では、中道派で、親EU路線の継続を訴えた首都ブカレスト市長のダン氏がおよそ54パーセントの票を獲得し、当選が確実に。
- これに先立ち5月4日に行われた1回目の投票では、EU懐疑派で、ウクライナへの軍事支援に反対している極右政党「ルーマニア人統一同盟（AUR）」の党首シミオン氏がトップに立っていた。しかし決選投票での得票率は46パーセントと、中道派のダン氏に逆転を許している。
- ルーマニアレイは5月4日の1回目の投票の結果が伝わった後の6日に対ユーロで2%強下落したが、決選投票の結果が伝わった19日には反発。

< 欧州における「トランプ主義」台頭の限界を示した、との見方も >

- ルーマニアは中東欧でポーランドに次ぐ2番目の人口規模があり、製造業を中心に直接投資を呼び込んできた。直接投資は製造業に留まらず、とりわけIT及びアウトソーシング・セクターは高いITリテラシーと語学水準の一方、周辺国対比低い人件費が呼び水となり、IT及びサービスのオフショアリング先として投資が拡大している。
- 今年に入ってから、EU加盟国間の自由な移動を認めるシェンゲン圏への加盟が陸路でも認められ、地理的な優位性に一段と注目が高まると見られてきた。
- 今回の大統領選挙は昨年11月に行われた大統領選のやり直し選挙となる。ルーマニアでは昨年11月に、別の極右派候補で親ロシア派のジョルジェスク氏が首位に立った。しかし、ルーマニア政府は選挙にロシアからの介入があったとして訴え、最高裁が投票の無効を宣言。ジョルジェスク氏は今回の大統領選挙のやり直し投票では出馬を禁止されている。2月のミュンヘン平和会議では、米国のバイデン副大統領が、このルーマニアの大統領選挙やり直しを問題視し、欧州の民主主義を批判する場面があった。しかし、こうして5月4日に迎えたやり直し選挙の第一回目投票では、極右政党の党首シミオン氏が首位に立つ結果となっていた。

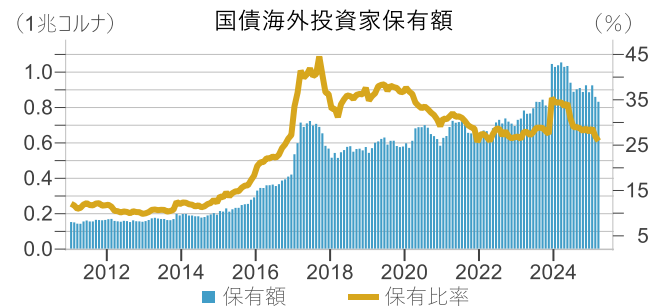
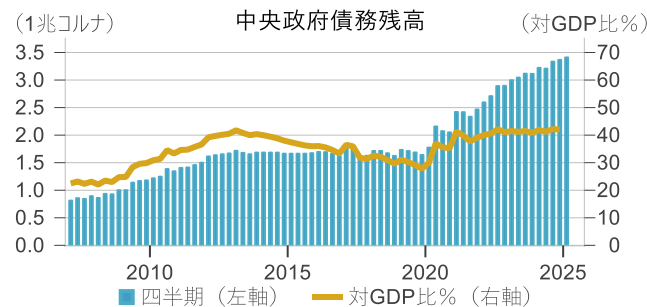
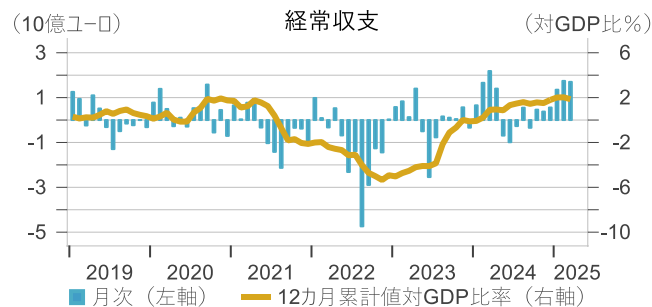
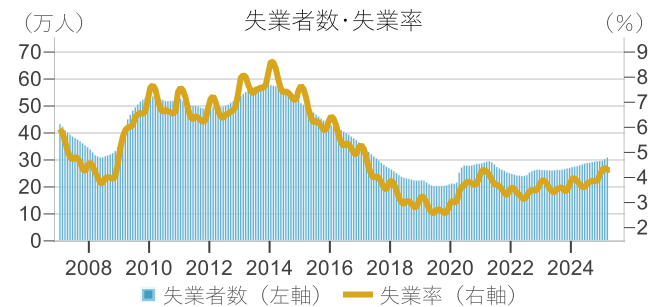
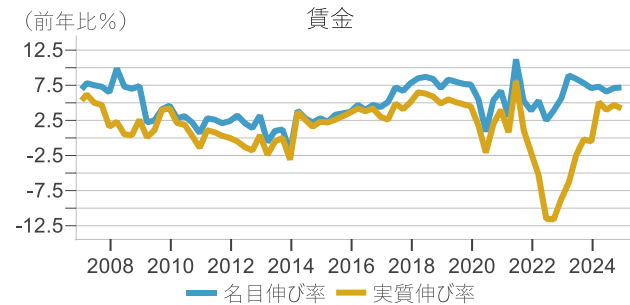
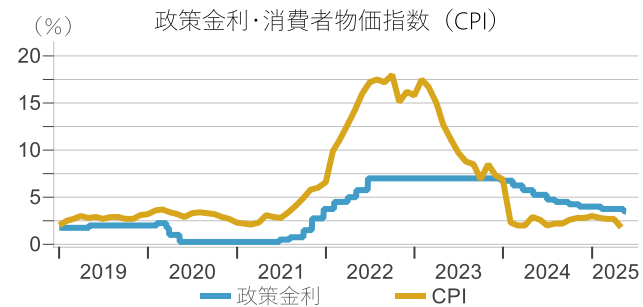
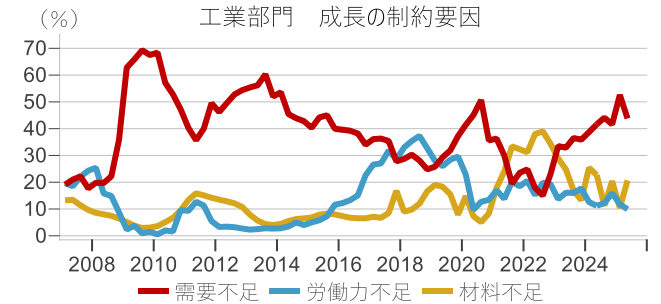
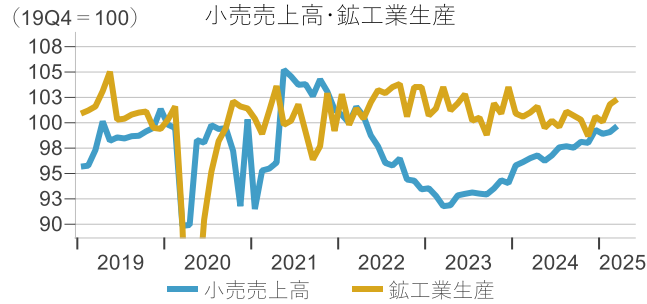
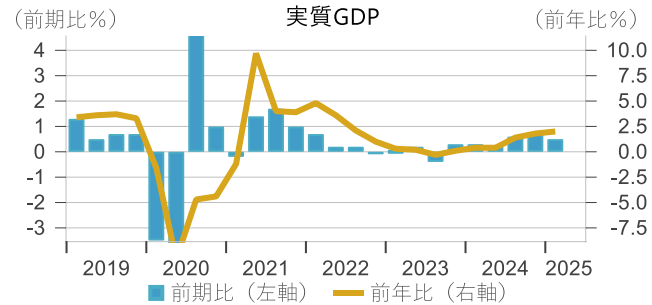
- ルーマニアは、EU及びNATO加盟国であり、さらに、EU加盟国の中でウクライナとの陸路で最も長く国境を接している。ウクライナが黒海経由で穀物の輸出ができなくなった際には、陸路でルーマニアを通るルートから輸出を行えるようにするなど、ウクライナに対し同情的なスタンスをとってきた。
- しかし、極右政党のシミオン氏は、ウクライナに対する軍事支援停止を呼びかけていた。ルーマニアは議会上下院は、中道の連立政党が過半数を占めているが、外交に関しては大統領に権限がある。ウクライナ支援で重要な役割を担ってきたルーマニアの外交姿勢が変化するリスクがあり、EUのウクライナ支援への影響も懸念されていた。
- こうした政治情勢の流動化のリスクの中、ルーマニア国債の格下げリスクが懸念されていた。ルーマニアでは、巨額の経常収支と財政収支の双子の赤字など、ファンダメンタルズの悪化に加え、昨年11月の大統領選挙以降、政治情勢の混乱のリスクが懸念されており、大手格付会社Moody'sはルーマニア国債の格付けの見通しを3月に※中立的から※ネガティブに引き下げている。現状、ルーマニア国債の格付けは投資適格の最低水準である※Baa3であり、一段の引き下げとなれば、投資適格を失うことになる。他の大手2社であるS&P、Fitchも同様にルーマニア国債の格付けを「投資適格の最低水準かつ見通しはネガティブ」としている。
- 実際に格下げとなり、国債格付けが投機的水準となった場合、ルーマニアのユーロ債調達金利の高騰、それに比例した国内での調達金利の上昇、といった悪影響が懸念されていた。決選投票で、極右候補が敗れた背景にも、もし極右の大統領が誕生した場合の経済への悪影響に対する警戒があった可能性がある。親EU路線を訴えたダン氏の勝利を、国家主権・ナショナリズムを訴え、国際協調に対して異議を唱える「トランプ主義」の欧州での台頭の限界を示した、との見方もある。いずれにせよ、今回の結果は、ルーマニア経済・金融市場にとっては安心材料と言えるだろう。

ポーランド 主要経済指標



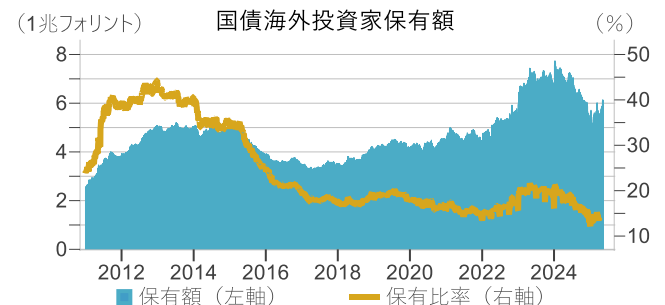
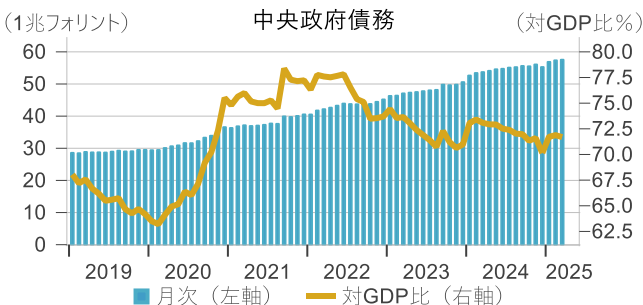
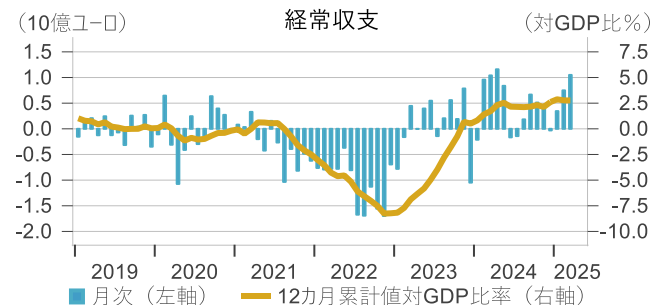
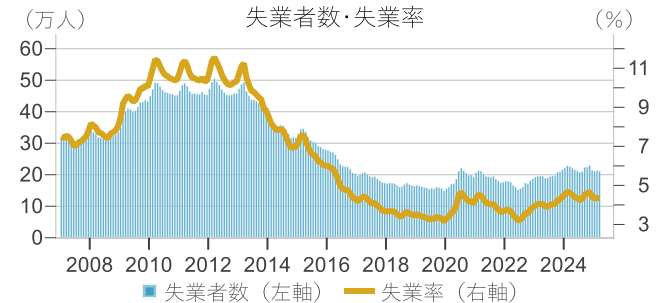
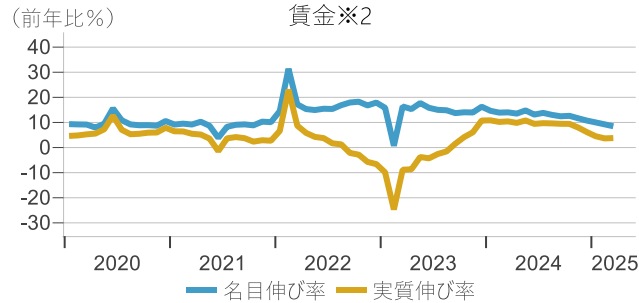
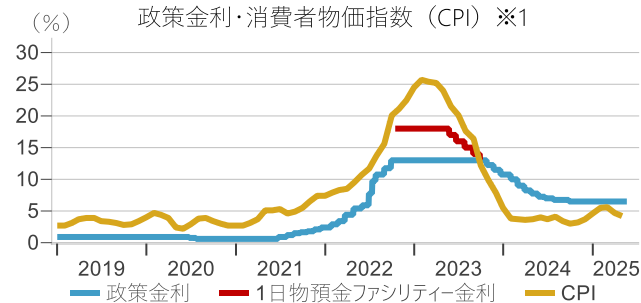
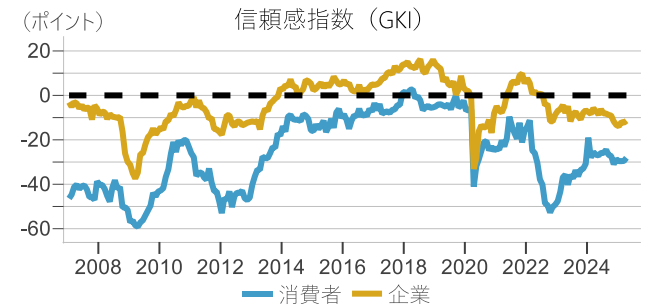
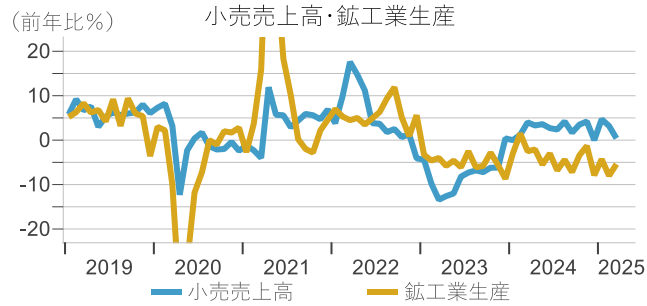
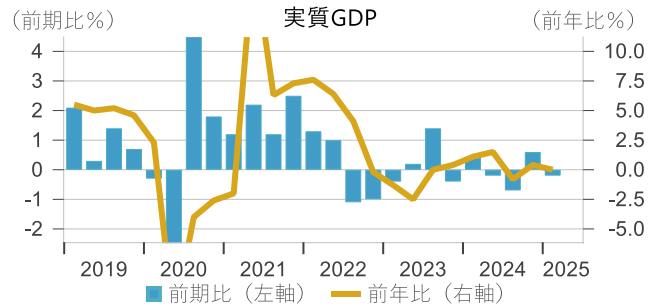
※実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

チェコ 主要経済指標



出所：チェコ統計局、チェコ国立銀行、チェコ財務省、マクロポンド、みずほ

ハンガリー 主要経済指標

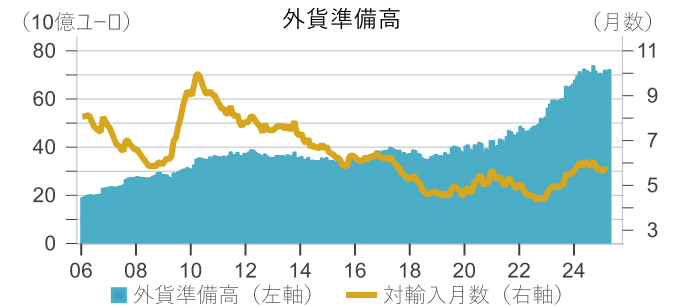
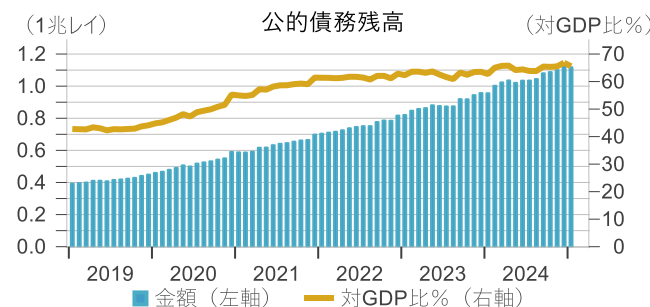
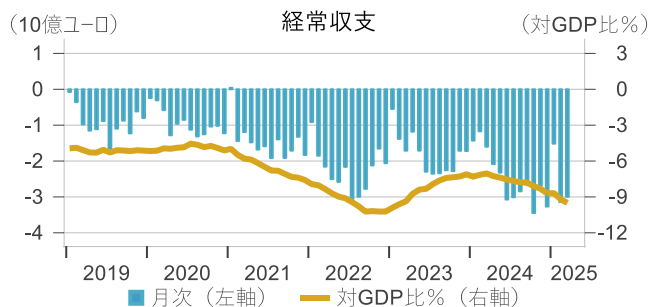
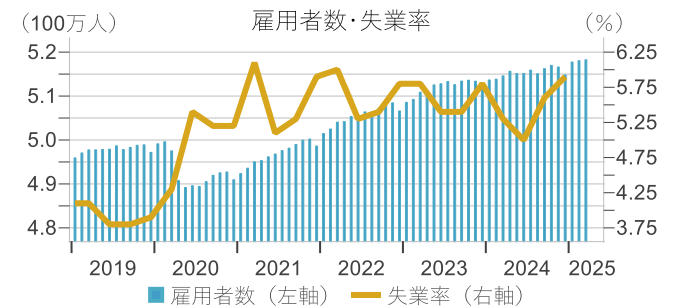
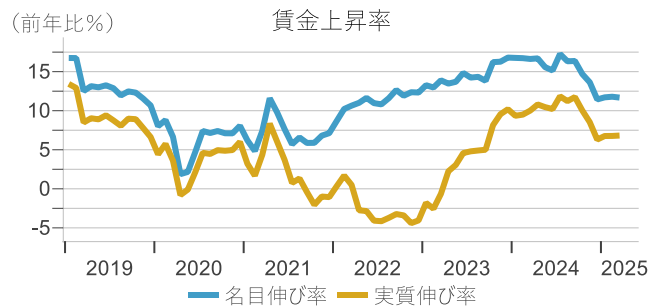
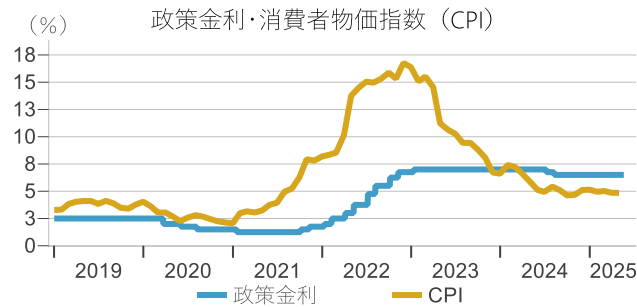
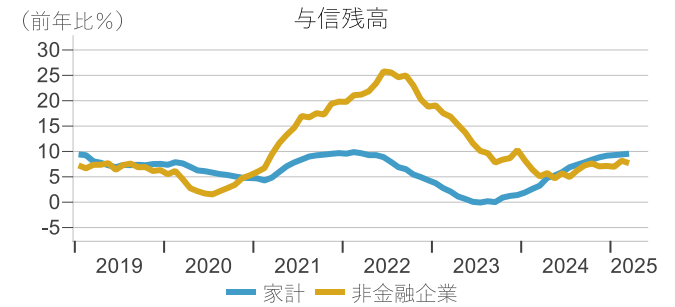
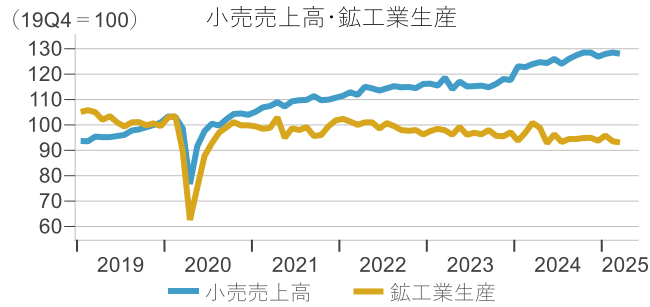


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※2 実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。

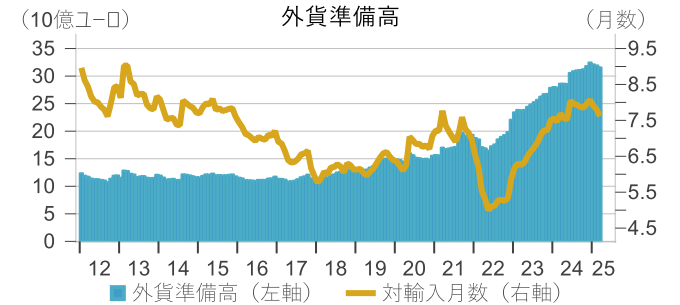
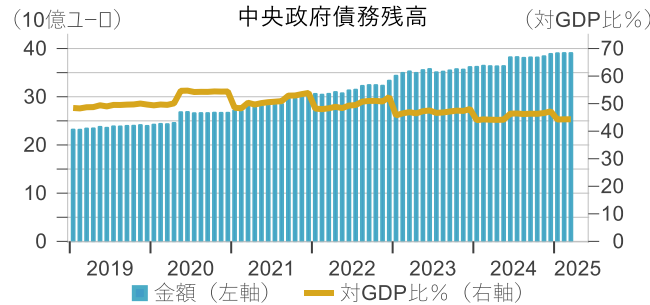
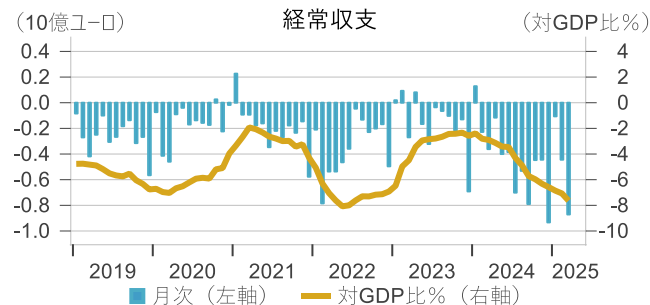
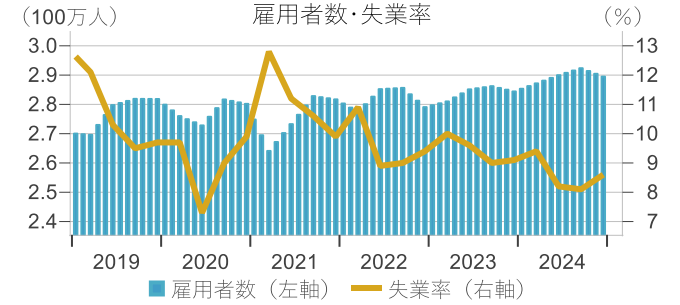
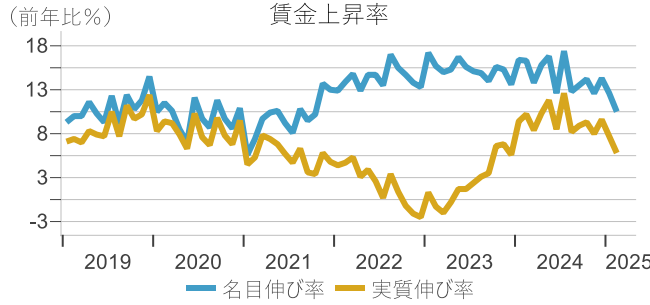
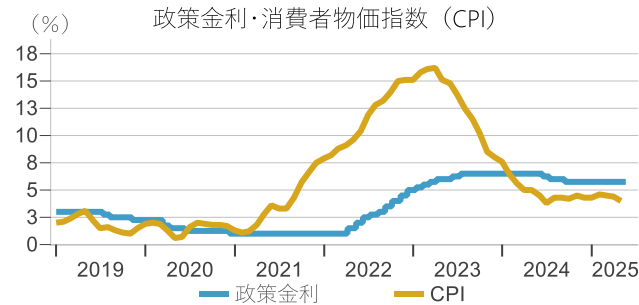
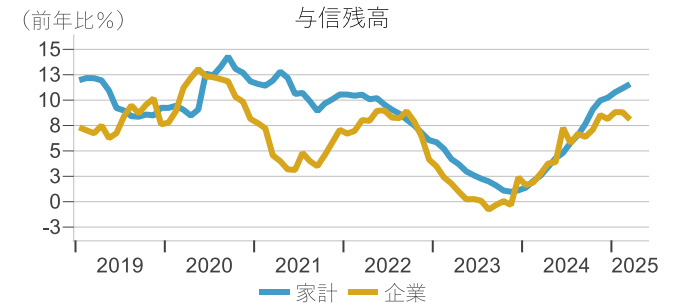
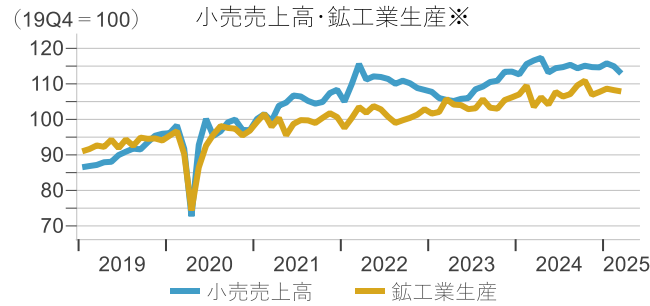
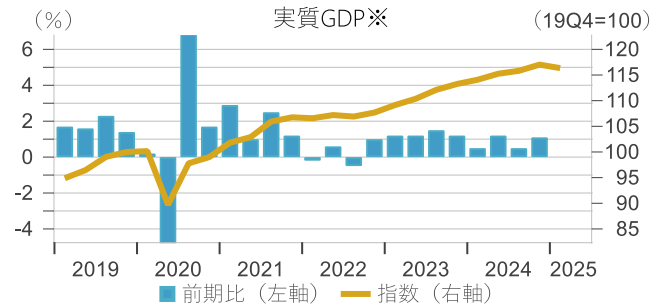
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

ルーマニア 主要経済指標



出所：ルーマニア統計局、ルーマニア国立銀行、ユーロスタット、マクロボンド、みずほ

セルビア 主要経済指標



※それぞれの指数は独自に季節調整を行ったうえで使用している。

出所：セルビア統計局、セルビア国立銀行、ユーロスタット、マクロボンド、みずほ

中東欧通貨 中期見通し 4月には対ユーロ相場が揃って下落

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2025 Jun	Sep	Dec	2026 Mar	Jun
EUR/PLN	4.28	4.26	4.24	4.22	4.20	4.18
EUR/CZK	24.93	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6
EUR/HUF	404	406	408	410	412	414
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

注：見通しは2025年4月30日時点。

- 4月の中東欧通貨は対ユーロで揃って下落。とりわけ、4月2日の米政権による相互関税発表後の下落が大きくなった。これは中東欧固有の要因というよりも、為替市場で急激にユーロ買いが進んだその裏返しという側面が大きかったと見られる。これまで、米国の株式・債券市場に投じられた投資資金の多くがユーロ圏からのものであり、トランプ政権の政策の不透明感が増し、米国経済の先行きに対する懸念が広がる中、ドル資産から資本が本国に退避する動きがユーロを押し上げたものと見られる。
- ポーランドズロチは対ユーロで大幅下落。上述の通りグローバルなユーロ買いの裏返しという側面も大きい。国内要因では、ポーランド国立銀行（NBP）の5月7日の金融政策決定会合での利下げの可能性が一段と強まったことも影響している。4月23日には、ポーランド中銀の理論的な支柱とされるコテツキ委員が5月会合での利下げを支持する姿勢を改めて示した。4月に発表された経済指標も利下げ開始をサポートする材料に。とりわけ、4月30日に公表された4月分のCPI速報値は前年同月比+4.2%と3月分の同+4.9%から一段と減速している。NBPの利下げ開始はユーロ圏との金利差縮小につながり、短期的にはズロチ安となりうる要因だが、ECBの利下げ期待も4月2日の相互関税発表以降、強まっていることを考慮すれば、本質的にはズロチの対ユーロレートへの影響はニュートラル（中立的）であろう。
- ハンガリー国立銀行は4月29日に政策金利を6.50%で据え置いた。声明文では、インフレ見通しに対するタカ派姿勢が維持されており、現時点で利下げ再開の可能性は低いと見られる。4月30日公表の2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%の減少となるなど、国内経済情勢は厳しさを増しているが、フォリント安が輸入物価を押し上げるリスクへの警戒が現時点では優先されている格好だ。
- チェココルナは3通貨の中では、4月のパフォーマンスは比較的堅調となった。もっとも、チェコは小国開放型の経済構造であり、輸出がGDPに占める割合が高い。トランプ政権による4月2日の相互関税発表と、その後のグローバル金融市場の混乱は、今後、チェコ経済への悪影響が鮮明となるリスクがある。チェコ国立銀行は5月7日の金融政策決定会合で利下げ再開に踏み切る可能性が高く、コルナ相場の重石となると見られる。

中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURPLN)



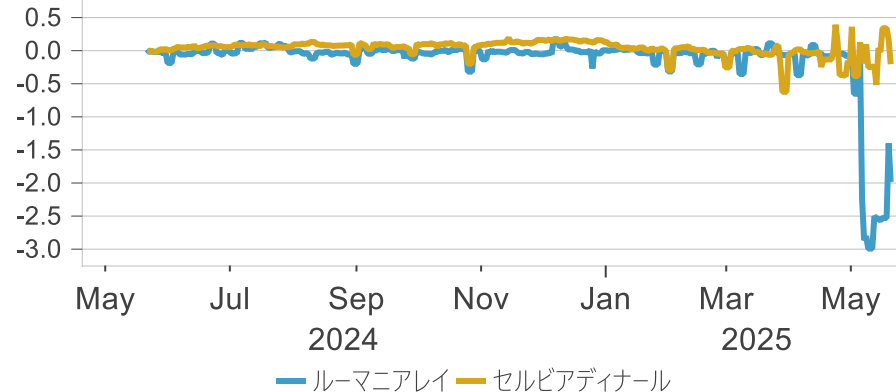
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURCZK)



ハンガリーフォリント（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURHUF)



ルーマニアレイ、セルビアディナール 対ユーロ年間騰落率
(%)



MACROBOND

Disclaimer

This presentation (the "Presentation") is given for general information purposes only and shall be kept strictly confidential by you. and shall only be used by you in connection with *[insert details of the Transaction]*. Until receipt of necessary internal approvals and until a definitive agreement is executed and delivered, there shall be no legal obligations of any kind whatsoever (other than those relating to confidentiality) owed by either party with respect to any of the material contained in the Presentation. All of the information contained in the Presentation is subject to further modification and any and all opinions, forecasts, projections or forward-looking statements contained herein shall not be relied upon as facts nor relied upon as any representation of future results which may materially vary from such opinions, forecasts, projections or forward-looking statements. In particular, no tax advice is given and you should ensure that you each seek your own tax advice.

You should obtain your own independent advice on the financial, legal, accounting, and tax aspects of any proposed solution outlined in this Presentation. You agree that you are not relying and will not rely on any communication (written or oral) of Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA), or Mizuho Securities USA Inc. or any company whose ultimate holding company is Mizuho Financial Group, Inc. (each a "Mizuho Group Company") as investment advice or as a recommendation to enter into any transaction, and that you are capable of assessing the merits of and understanding (on your own behalf or through independent professional advice), and should you enter into a definitive agreement with a Mizuho Group Company, you will do so because you understand and accept the terms and conditions and risks (including but not limited to economic, competitive, operation, financial, legal, accounting and tax risks) of such transaction. No Mizuho Group Company in any way warrants, represents, or guarantees the financial, accounting, legal or tax results of the transaction described in the Presentation nor does it hold itself out as a legal, tax or accounting advisor to any party.

With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or a few of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively "derivative transaction") after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual conditions and terms of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. For derivative transactions where you may have a right or option to make a choice, your ability to exercise your right or option is for a limited time period only. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense/loss.

When entering into a contingent convertible transaction, you should be aware of and have a sufficient understanding of the Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015, published in June 2015 by the FCA, which took effect from 1 October 2015 in relation to contingent convertible instruments (the "PI Instrument").

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor.

A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

The reference throughout this Presentation to "Mizuho" is a generic reference to one or more Mizuho Group Companies. Accordingly, the legal entity which may enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of one or more Mizuho Group companies and subject to any legal/regulatory requirement, be any one or more Mizuho Group Companies, such as Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered US broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States), provided that such Mizuho Group Company is permitted and, if required, appropriately licensed and/or registered to engage in such activities in accordance with applicable laws, rules and regulations.

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation. The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

The email addresses of Mizuho staff indicate by which entity they are employed: (i) [name]@mhcb.co.uk indicates Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@us.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities USA; and (iii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; and (iv) [name]@mizuho-cbus.com indicates Mizuho Bank (USA).

Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan.

Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. [Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit <http://www.fscs.org.uk>.](#)

Mizuho International plc is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.